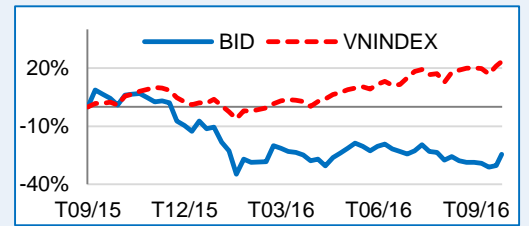


Ngày báo cáo:	04/10/2016		2015	2016F	2017F
Giá hiện tại:	17.100 VND	LN trước dự phòng	1,4%	23,7%	6,2%
Giá mục tiêu:	16.400 VND	LNST sau lợi ích CĐTS	15,7%	0,6%	11,7%
Giá mục tiêu trước đây:	17.000 VND	Tỷ lệ lãi cận biên (NIM)	2,6%	2,3%	2,2%
		Nợ xấu	1,7%	1,9%	1,7%
TL tăng:	-4,1%	Chi phí/thu nhập (CIR)	51,0%	42,0%	43,0%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Cổ tức/cổ phiếu (VND)	0	0	0
Tổng mức sinh lời:	-4,1%	P/B	1,5x	1,2x	1,1x



Ngành:	Ngân hàng		BID	Peers	VNI
GT vốn hóa:	2.613 triệu USD	P/E (trượt)	12,2x	13,6x	16,3x
Room KN:	737 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,6x	1,9x
GTGD/ngày (30n):	0,84 triệu USD	ROE	14,3%	11,7%	12,2%
Cổ phần Nhà nước:	95,3%	ROA	0,7%	0,9%	2,2%
SL cổ phiếu lưu hành	3.419 triệu				
Pha loãng	4.020 triệu				

Được thành lập năm 1957, BID là ngân hàng lớn nhất trong số 6 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 30/06/2016. BID có mạng lưới lớn thứ hai với khoảng 989 chi nhánh và văn phòng giao dịch tính đến ngày 31/12/2015. Ngân hàng thực hiện IPO năm 2011 và niêm yết từ ngày 24/01/2014.

Lê Minh Thùy
Chuyên viên

Nợ xấu tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận

Chúng tôi giữ khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG dành cho Ngân hàng Thương mại cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID) và điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống **16.400VND** vì nợ xấu và nợ nhóm 2 tăng dự báo rủi ro tín dụng và chi phí xử lý nợ xấu sẽ tăng. Ngoài ra, BID vẫn chưa có động thái đáng kể nào về việc tăng vốn dù đây là một vấn đề cấp bách đối với ngân hàng. Các lo ngại này được phản ánh trên mức P/B thấp hơn so với trung bình các ngân hàng khác, mà diễn biến theo xu hướng giảm từ tháng 10/2015.

Lợi nhuận từ HĐKD tăng 16,9% nhưng chi phí dự phòng tăng khiến tăng trưởng lợi nhuận trước và sau thuế chỉ còn lần lượt 4,4% và 5,1% so với cùng kỳ. Thu nhập lãi và ngoài lãi tăng lần lượt 12,5% và 36,4% so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng chi phí dự phòng tăng mạnh 28,3% (toàn bộ số liệu trong báo cáo này được so sánh với năm 2015 với giả định MHB được hợp nhất trong cả năm). Chi phí dự phòng tăng không gây ngạc nhiên vì BID có gánh nặng dự phòng ngày càng lớn do có tổng nợ xấu chính thức và trái phiếu VAMC lớn nhất trong số các ngân hàng.

Tổng nợ xấu và trái phiếu VAMC 33.800 tỷ đồng và tổng dự phòng cho nợ và trái phiếu VAMC 13.200 tỷ đồng cho thấy quá trình xử lý nợ xấu vẫn sẽ còn kéo dài. Bên cạnh nợ xấu chính thức và trái phiếu VAMC, còn có những khoản nợ từ các khách hàng lớn, nhiều khả năng sẽ được tái cơ cấu mà không phải chuyển nhóm nợ, nên sẽ không bị tính vào con số nợ xấu. Nếu các khoản vay được phép tái cơ cấu thì điều này sẽ giảm bớt gánh nặng cho BID nhưng sẽ làm gia tăng rủi ro của BID. Tuy chi phí dự phòng đã cho thấy những ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận nhưng dự phòng hiện nay cho tín dụng và trái phiếu VAMC chỉ bằng 39% tổng nợ xấu và trái phiếu VAMC. Chúng tôi cho rằng chi phí xử lý nợ xấu sẽ tiếp tục cao trong các năm tới.

Do nghĩa vụ dự phòng cho trái phiếu VAMC theo quy định khá lớn, BID đã giảm việc xóa nợ từ nguồn dự phòng cụ thể. Lượng trái phiếu VAMC mà BID nhận trong năm 2015 là 12.600 tỷ đồng, gần gấp đôi so với năm 2014 nên dự phòng bắt buộc ghi nhận năm 2016 sẽ cao hơn nhiều so với năm 2015. Vì phải dự phòng cho trái phiếu VAMC theo quy định nên để giảm chi phí dự phòng, BID đã hạn chế xóa nợ xấu vì hoạt động này không mang tính chất bắt buộc. Xóa nợ giảm khiến nợ xấu tăng. Nếu BID giữ nguyên tỷ lệ xóa nợ như năm trước (0,3% tổng dư nợ trong Quý 2/2015 và 0,8% trong Quý 4/2015), nợ xấu sẽ thấp hơn so với mức 2% hiện tại. Giá trị xóa nợ trong 6 tháng đầu năm 2016 bằng 0,1% tổng dư nợ.

ĐHCĐ đề ra kế hoạch tăng vốn 27,6% trong năm 2016, nhưng đến nay vẫn chưa có nhiều tiến triển. Tuy tăng vốn là một vấn đề cấp thiết tại BID, triển vọng thành công còn chưa rõ ràng. Trong số 27,6% này, 8,5% phát hành quyền mua phụ thuộc vào quyết định hỗ trợ của Chính phủ, và kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 8,5% bị Bộ Tài chính phản đối. Do CAR hợp nhất cuối năm 2015 là 9,8%, kế hoạch tăng vốn này là nỗ lực của ngân hàng để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng năm nay và đảm bảo CAR năm sau đúng quy định. Nếu BID thực hiện thành công kế hoạch tăng vốn đã đề ra trong năm 2016, ngân hàng vẫn cần thực hiện thêm một đợt phát hành riêng lẻ nhằm duy trì tăng trưởng cho vay 17%-18% từ năm 2017 trở đi.

KQLN 6 tháng đầu năm 2016: Chất lượng tài sản có dấu hiệu đi xuống

Hình 1: KQLN 6 tháng đầu năm so với dự báo cả năm

VND (tỷ)	6T đầu 2015*	6T đầu 2016	Tăng trưởng	6T đầu 2016 / dự báo cả năm
Thu nhập lãi thuần	9.072	10.202	12,5%	50,2%
Thu nhập ngoài lãi	2.444	3.334	36,4%	46,2%
Lợi nhuận trước dự phòng	6.689	7.822	16,9%	46,0%
Dự phòng	-3.503	-4.494	28,3%	47,3%
Lợi nhuận trước thuế	3.186	3.328	4,4%	44,5%
Lợi nhuận sau thuế	2.525	2.655	5,1%	44,9%
Tăng trưởng tín dụng	9,0%	9,9%		20,0%**
Tăng trưởng tiền gửi	13,1%	22,7%		27,0%**
NIM	2,5%	2,2%		2,3%**
Tỷ lệ nợ xấu	2,8%	2,0%		1,9%**

(*) Số liệu cột này được điều chỉnh để bao gồm ước tính của chúng tôi về lợi nhuận của MHB

(**) Dự báo cả năm 2016 của VCSC

Nguồn: Ước tính của VCSC

Tăng trưởng cho vay 6 tháng đầu năm tích cực nhưng thấp hơn so với các ngân hàng niêm yết khác do hạn chế về vốn. Tăng trưởng cho vay 6 tháng đầu năm đạt 9,9%, cao hơn so với mức 9% cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng cho vay của các ngân hàng có tương quan với vốn: MBB và ACB là hai ngân hàng niêm yết có CAR và tăng trưởng cho vay cao nhất là 16,6%, sau đó là VCB, CTG, và BID, với tăng trưởng cho vay và CAR theo thứ tự từ cao đến thấp. Tháng 08/2016, BID đã phát hành 2.700 tỷ đồng nợ thứ cấp, kỳ hạn 10 năm để tăng vốn loại hai. Sau khi tăng vốn, BID có thể sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho vay trong 6 tháng cuối năm để bù đắp cho việc NIM giảm.

Tăng trưởng tiền gửi mạnh giúp tỷ lệ cho vay/tiền gửi (LDR) giảm, trong bối cảnh mức trần 80% được siết chặt. Tăng trưởng tiền gửi 6 tháng đầu năm đạt mức ấn tượng 22,7%, cao hơn so với mức 13,1% cùng kỳ năm ngoái. Tăng trưởng tiền gửi đều cao tại cả BID và CTG - hai ngân hàng với tỷ lệ LDR cao. Với tăng trưởng tiền gửi mạnh, LDR của BID đã giảm từ 95% cuối năm 2015 xuống 89,6% trong 6 tháng đầu năm 2016 (số này ước tính bằng cho vay/huy động thuần, chưa bao gồm các điều kiện quy định trong thông tư 36/2014). Với ước tính LDR 6 tháng đầu năm 2016 là 85,7%, chúng tôi cho rằng BID có thể đưa LDR xuống dưới mức trần năm nay nhờ tích cực huy động vốn.

NIM giảm mạnh trong Quý 2 vì nợ nhóm 2 tăng mạnh. NIM Quý 2/2016 giảm xuống 2,2% từ 2,6% trong Quý 1/2016. Trong Quý 2, BID ghi nhận nợ nhóm 2 tăng 39%, hay 7.400 tỷ đồng. Vì một lượng lớn nợ được chuyển từ nhóm 1 xuống nhóm 2, BID phải thoái thu lãi lũy kế liên quan khỏi thu nhập lãi, do đó khiến lợi suất cho vay giảm 43 điểm cơ bản so với Quý 1/2016, và đây là lý do chính khiến NIM Quý 2 giảm. Ngoài ra, lợi suất chứng khoán đầu tư và liên ngân hàng cũng giảm vì thanh khoản hệ thống dồi dào đã giảm lãi suất liên ngân hàng và lợi suất trái phiếu Chính phủ. BID đã tích cực tăng tiền gửi trong 6 tháng đầu năm 2016, nhưng do LDR cao, vốn tăng thêm sẽ được đầu tư vào thị trường liên ngân hàng và các khoản mục đầu tư, thay vì cho vay toàn bộ, trong khi lãi suất đối với các tài sản này hiện đang giảm. So với Quý 1/2016, tiền gửi và cho vay liên ngân hàng và đầu tư vào trái phiếu đã tăng lần lượt 8,9% và 15,5%. Các yếu tố này đã khiến

lợi suất chung giảm 45 điểm cơ bản so với Quý 1/2016. Về mặt chi phí, chi phí huy động tăng nhẹ 9 điểm cơ bản do lãi suất cạnh tranh hơn, đặc biệt là ở các kỳ trung và dài hạn. Tuy nhiên, tổng chi phí vốn vẫn giảm 10 điểm cơ bản vì chi phí vốn vay và nợ phát hành. Nhìn chung, việc chất lượng tài sản đi xuống trong Quý 2 là yếu tố chính khiến NIM bị ảnh hưởng.

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh 36,4% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó có 826,8 tỷ đồng thu nhập bất thường từ việc thoái vốn khỏi Ngân hàng Public Bank Việt Nam. Thu nhập từ phí dịch vụ tăng 8,8% và thu nhập ngoài lãi khác tăng 57,8% so với 6 tháng đầu năm 2015. Nếu không tính thu nhập bất thường, tổng thu nhập ngoài lãi chỉ tăng nhẹ 2,6% so với cùng kỳ năm trước. Việc thoái vốn khỏi Ngân hàng Public Bank Việt Nam bắt đầu được thực hiện từ năm 2014, và số tiền thu về sẽ được sử dụng cho kế hoạch phát hành cổ phiếu thường tỷ lệ 4,4% trong năm 2016.

Chất lượng tài sản tiếp tục đi xuống với nợ xấu và nợ nhóm 2 tăng. Tỷ lệ nợ xấu tăng liên tục trong hai quý qua, từ 1,7% cuối năm 2015 lên 2% vào Quý 2/2016. Ngoài ra, nợ nhóm 2 tăng mạnh 49% so với Quý 4/2015 và 39% so với Quý 1/2016. Nợ nhóm 2 đến nhóm 5 tăng cả về tỷ trọng lẫn giá trị tuyệt đối so với Quý 1/2016. Các diễn biến bất lợi này của tài sản có vấn đề gây ra lo ngại rủi ro tín dụng tăng. Năm 2015, BID đã giảm được nợ xấu nhờ xóa 0,8% nợ trên tổng dư nợ và bán lượng nợ xấu lớn cho VAMC, khoảng 2,1% tổng dư nợ (hay 12.600 tỷ đồng). Trong 6 tháng đầu năm 2016, BID hạn chế xóa nợ và không bán thêm nợ cho VAMC, khiến tài sản có vấn đề trên bảng cân đối kế toán tăng mạnh. Nói cách khác, do nợ xấu của BID khá lớn, nên khó có thể giảm nếu ngân hàng không tiếp tục xóa nợ hoặc bán nợ. Với tổng nợ xấu và trái phiếu VAMC lớn nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, chi phí liên quan đến nợ xấu sẽ tiếp tục cao trong các năm tới.

Chi phí dự phòng tăng 28,3% so với cùng kỳ năm trước không gây ngạc nhiên do nợ xấu tăng và do nghĩa vụ dự phòng theo quy định. Chi phí dự phòng tăng chủ yếu do dự phòng cho trái phiếu VAMC tăng. Sau khi sáp nhập MHB năm 2015, số dư trái phiếu VAMC mà BID nắm giữ tăng lên tới 20.800 tỷ đồng, gấp 2,5 lần số dư trái phiếu năm 2014 của BID và MHB cộng lại. Vì vậy, dự phòng bắt buộc cho VAMC năm 2016 sẽ cao hơn nhiều so với năm 2015, do đó dự phòng cho trái phiếu VAMC trong 6 tháng đầu năm tăng là hợp lý. Về dự phòng cụ thể, BID đã không tăng mức dự phòng trong 6 tháng đầu năm 2016, có thể do ngân hàng phải trích nhiều dự phòng cho trái phiếu VAMC.

Lợi nhuận ròng bị ảnh hưởng do vấn đề nợ xấu. Lợi nhuận trước dự phòng vẫn tăng 16,9% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chi phí dự phòng tăng mạnh khiến tăng trưởng lợi nhuận trước và sau thuế chỉ đạt lần lượt 4,4% và 5,1%. Nếu không tính thu nhập bất thường, lợi nhuận trước dự phòng tăng 4,6% nhưng lợi nhuận trước thuế giảm mạnh 21,5%. Nợ xấu đã ảnh hưởng đến BID theo hai hướng: (1) BID phải thoái thu thu nhập lãi khi nợ bị quá hạn, khiến NIM giảm; (2) Chi phí xóa nợ, chi phí dự phòng rủi ro, và chi phí thu hồi nợ bào mòn lợi nhuận của ngân hàng. Do có lượng nợ xấu và trái phiếu VAMC lớn, chi phí xử lý nợ xấu sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận trong các năm tới.

Triển vọng 2016 và 2017: Cấp thiết nhất là xử lý nợ xấu và tăng vốn

Dự báo KQLN

	Dự báo 2016 trước đây	Dự báo 2016 hiện nay	Dự báo 2017 trước đây	Dự báo 2017 hiện nay	Lý do điều chỉnh dự báo
Tỷ đồng					
Thu nhập lãi ròng	22.609	20.339	26.805	22.757	Giả định NIM giảm kéo theo dự báo thu nhập lãi giảm
Thu nhập ngoài lãi	6.743	7.220	7.349	7.237	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cả năm vì trong 6 tháng đầu năm, BID đã ghi nhận 826,8 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ thoái vốn khỏi Ngân hàng Public Bank Việt Nam.
LN trước dự phòng	18.729	16.994	22.020	18.052	
Chi phí dự phòng	-10.825	-9.508	-12.120	-9.692	Do phải dự phòng nhiều cho trái phiếu VAMC, BID giảm xóa nợ để giảm chi phí dự phòng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định nợ xóa, dẫn đến việc điều chỉnh giảm dự báo chi phí dự phòng.
LN trước thuế	7.904	7.486	9.900	8.360	
LN ròng sau thuế	6.244	5.914	7.821	6.605	

Tăng trưởng hàng năm %					
Thu nhập lãi ròng	13,7%	2,2%	18,6%	11,9%	
Thu nhập ngoài lãi	25,0%	33,8%	9,0%	0,2%	
Lợi nhuận trước dự phòng	36,3%	23,7%	17,6%	6,2%	
Chi phí dự phòng	89,3%	66,3%	12,0%	1,9%	
LN trước thuế	-1,4%	-6,6%	25,2%	11,7%	
LN sau thuế	6,3%	0,6%	25,2%	11,7%	
Cho vay khách hàng	20,6%	20,0%	15,7%	15,6%	
Tiền gửi	22,0%	27,0%	16,8%	15,0%	Tăng trưởng tiền gửi rất cao trong 6 tháng đầu năm 2016, đạt 22,7%. Đây là một nỗ lực nhằm giảm tỷ lệ LDR xuống dưới mức quy định 80%. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cả năm lên 27%, nhưng giảm dự báo 2017 vì chúng tôi kỳ vọng BID có thể đưa LDR xuống dưới mức trần trong năm 2016.

Các chỉ báo chính					
Tỷ lệ lãi biên NIM	2,6%	2,3%	2,7%	2,2%	NIM bị ảnh hưởng do thoái thu thu nhập lãi vì 7.400 tỷ đồng nợ nhóm 1 bị hạ xuống nhóm 2 trong Quý 2.
Thay đổi NIM (điểm cơ bản)	13,2	-15,3	13,5	-4,0	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập CIR	40,0%	42,0%	38,0%	43,0%	
Tỷ lệ cho vay/hủy động LDR	95,6%	91,8%	95,2%	93,1%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,5%	1,9%	1,3%	1,7%	Do xóa nợ ít đi và không bán thêm nợ cho VAMC nên nợ xấu tăng lên tới 2% trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi cho rằng năm 2017, BID sẽ tiếp tục duy trì mức xóa nợ thấp do phải tiếp tục dự phòng lớn cho trái phiếu VAMC theo quy định. Do đó, chúng tôi tăng dự báo nợ xấu cho 2016 và 2017.
Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu (LLR)	84,2%	74,8%	94,2%	77,8%	
ROAA	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%	
ROAE	13,1%	12,7%	13,6%	12,1%	
Tỷ lệ an toàn vốn CAR	10,4%	9,7%	10,8%	9,7%	

Chỉ báo định giá					
Cổ tức/CP (đồng)	0	0	0	0	
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
EPS (đồng)	1.284	1.085	1.385	1.211	
Tăng trưởng EPS (%)	14,3%	-3,5%	7,9%	11,7%	
Giá trị sổ sách/số CP (đồng)	12.417	11.915	12.944	13.126	
PER (lần)	11,5	13,6	10,7	12,2	
PBR (x)	1,2	1,2	1,1	1,1	

Nguồn: BID và ước tính của VCSC

Tiến độ tăng vốn năm 2016

ĐHCĐ 2015 đã chấp thuận kế hoạch tăng vốn thêm 27,6%, hay 9.400 tỷ đồng. Kế hoạch này bao gồm một số đợt phát hành cổ phiếu như sau:

Hình 2: Kế hoạch tăng vốn năm 2016 của BID

Kế hoạch	Tiến độ
Trả cổ tức bằng cổ phiếu 8,5%	Vẫn chưa có quyết định trả cổ tức bằng cổ phiếu hay tiền mặt.
Phát hành quyền mua 8,5%	-Đến nay vẫn chưa được thực hiện. -Nhà nước là cổ đông chính của BID nên thành công của kế hoạch này còn tùy thuộc vào khả năng hỗ trợ của nhà nước đối với BID, tuy nhiên nhà nước hiện đang đối mặt với một số hạn chế về ngân sách
Phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 4,4% từ nguồn tiền thu về từ việc thoái vốn khỏi các công ty con	BID đã hoàn toàn thoái vốn khỏi Ngân hàng Public Bank Việt Nam, nên kế hoạch này khả thi
Phát hành ra công chúng tỷ lệ 6,2%	Chưa có thông tin cập nhật về tiến độ của đợt phát hành này.

Các thông tin trên cho thấy dường như tính khả thi của kế hoạch tăng vốn này không cao vì cho đến tháng 09/2016 ngân hàng vẫn chưa cho thấy nhiều tiến triển. Nhiều khả năng năm nay, BID chỉ có thể thực hiện được một phần kế hoạch ban đầu. Nếu không có vốn bổ sung từ các nguồn khác, tăng trưởng tín dụng sẽ chững lại và BID có thể sẽ cần phát hành thêm nợ thứ cấp để tăng vốn cấp 2, dù không còn nhiều dư địa để phát hành nợ thứ cấp.

Định giá

Hình 3: Tóm tắt mô hình định giá của VCSC (VND/cổ phiếu)

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
Thu nhập thặng dư	16.460	70%	11.522
P/B mục tiêu 1,2 lần	16.218	30%	4.866
Giá mục tiêu			16.388
PB (trượt 12 tháng) tại giá mục tiêu	1,3x		
PB (dự phóng 2016) tại giá mục tiêu	1,2x		

Nguồn: Ước tính của VCSC

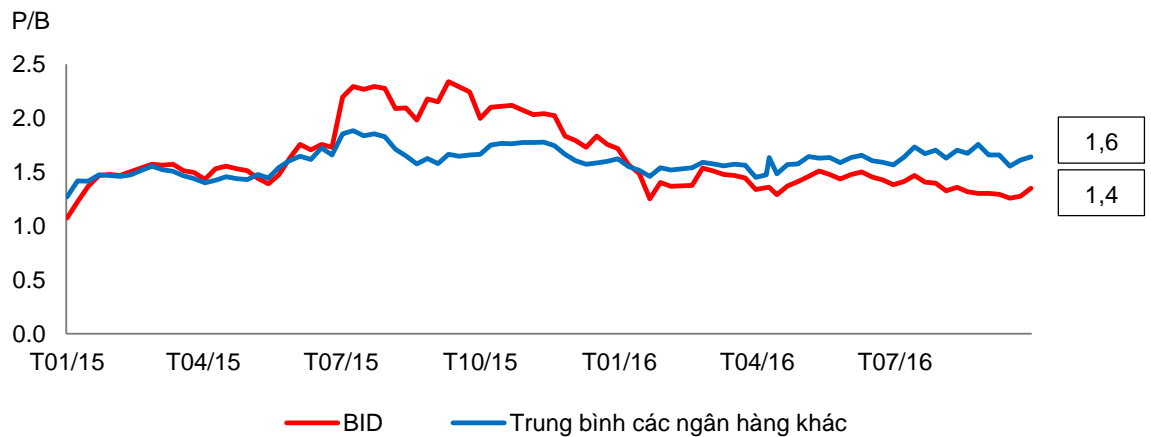
Mô hình định giá của chúng tôi dựa trên hai phương pháp: thu nhập thặng dư và P/B, tỷ trọng lần lượt 70% và 30%. Các ngân hàng chúng tôi lựa chọn để so sánh là VCB, CTG, và MBB. VCB, CTG, và BID đều là ngân hàng quốc doanh nên có chung một số đặc điểm, như NIM thấp hơn so với các ngân hàng ngoài quốc doanh, được NHNN ưu đãi do đóng vai trò quan trọng trong hệ thống ngân hàng, và có đối tượng khách hàng tương tự nhau. Ngoài ra, chúng tôi chọn MBB vì đây là ngân hàng có các yếu tố quốc doanh lẫn ngoài quốc doanh: cơ cấu cho vay và tiền gửi tương tự các ngân hàng quốc doanh nên lợi suất và chi phí vốn tương tự các ngân hàng này.

Hình 4: So sánh với một số ngân hàng khác trong nước

(triệu USD) Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa	Doanh thu 12 tháng qua	Y-o-Y %	LNST 12 tháng qua	Y-o-Y %	ROA	ROE	P/B Quý gần nhất	Ước tính P/B 2016	P/E 12T
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	VCB	6.095	1.910	17,9%	282	31,0%	0,9%	13,4%	2,8	2,5	21,7
Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	CTG	2.880	2.365	14,5%	273	6,3%	0,7%	10,6%	1,1	1,15	10,6
Ngân hàng TMCP Quân đội	MBB	1.076	724	3,0%	115	-1,0%	1,1%	11,0%	1,0	1,1	8,6
Trung bình		3.350	1.666	11,8%	223	12,1%	0,9%	11,7%	1,6	1,6	13,6
Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BID	2.652	2.843	24,6%	291	18,2%	0,7%	14,3%	1,4	1,2	12,2

Nguồn: Bloomberg and Ước tính của VCSC

Hình 5: So sánh diễn biến P/B của BID và một số ngân hàng khác trong nước

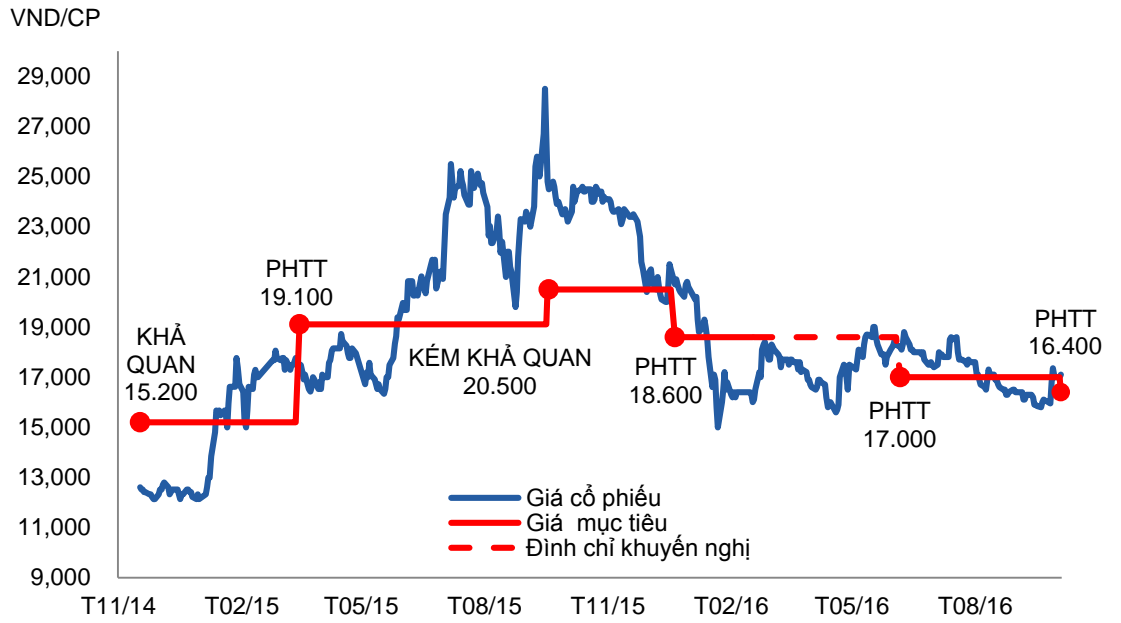


Nguồn: Bloomberg

Trong 6 tháng đầu năm 2016, nợ xấu tăng và nợ nhóm 2 tăng mạnh. Đây tín hiệu cho thấy chất lượng tài sản giảm và rủi ro tín dụng tăng. Do rủi ro tăng và triển vọng tăng trưởng bị hạn chế do khó khăn về tăng vốn, chúng tôi giảm P/B mục tiêu trên giá trị sổ sách/cổ phiếu 2016 từ 1,3 lần xuống 1,2 lần, sau đó kết hợp với phương pháp thu nhập thặng dư để đạt giá mục tiêu 16.400VND.

Lịch sử Khuyến nghị

Hình 6: Diễn biến giá mục tiêu do VCSC đưa ra và giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg & VCSC

XU HƯỚNG TRUNG HẠN

Quan điểm kỹ thuật:

BID đang vận động trong thị trường giá xuống (bear market) sau khi rơi xuống và giao dịch phía dưới đường MA200 ngày từ đầu năm 2016. Đường MA200 này hiện đang nằm tại ngưỡng 19.300 đồng/cp, đóng vai trò là kháng cự trung hạn cho cổ phiếu BID. Mặc dù vậy, quan sát diễn biến BID trong 9 tháng vừa qua, cổ phiếu này đang nằm trong một vùng tích lũy với biên độ từ 15.500-19.300 đồng/cp. Tín hiệu ngắn hạn của BID hiện đang ở mức trung tính cho thấy cổ phiếu vẫn chưa có sự sẵn sàng để bứt phá khỏi kênh giao dịch này.

Do đó, chúng tôi dự báo BID sẽ tiếp tục vận động trong vùng 15.500-19.300 đồng/cp trong thời gian tới.

Khuyến nghị:

Nắm giữ

Ngày 17/10/2016	(đồng/cp)
Xu hướng trung hạn	3 đến 6 tháng
Kháng cự trung hạn	19.300
Hỗ trợ trung hạn	15.500
Tín hiệu xu hướng	TRUNG TÍNH

Source: VCSC



Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT	2015A	2016F	2017F
tỷ đồng				tỷ đồng			
Thu nhập từ lãi	49.005	58.880	68.394	Tiền mặt	6.589	7.248	7.900
Chi phí lãi	-29.690	-38.542	-45.636	Tiền gửi tại NHNN	21.719	27.534	32.649
Thu nhập lãi thuần	19.315	20.339	22.757	Cho vay các TCTD khác	67.261	77.350	73.482
Thu nhập từ dịch vụ	3.962	5.151	6.696	Chứng khoán KD	8.873	11.206	10.675
Chi phí từ dịch vụ	-1.626	-2.060	-2.679	Chứng khoán KD	8.904	11.239	10.710
Lãi thuần dịch vụ	2.337	3.091	4.018	trừ: Dự phòng giảm giá	-31	-33	-35
Lãi kinh doanh ngoại hối	294	323	356	Công cụ phái sinh	102	102	102
Lãi CK kinh doanh	-52	318	334	Cho vay KH	590.917	707.881	819.488
Lãi từ HĐ khác	2.369	2.145	1.961	Dư nợ cho vay KH	598.434	718.093	830.467
Thu nhập từ góp vốn	449	1.343	568	trừ: Dự phòng rủi ro	-7.517	-10.211	-10.979
Chi phí hoạt động	-11.087	-10.564	-11.942	Chứng khoán đầu tư	121.565	134.387	150.947
LN trước dự phòng	13.625	16.994	18.052	Sẵn sàng để bán	87.421	104.756	99.504
Chi phí dự phòng	-5.676	-9.508	-9.692	Giữ đến ngày đáo hạn	36.849	36.516	62.352
LN trước thuế	7.949	7.486	8.360	trừ: Dự phòng giảm giá	-2.705	-6.885	-10.909
Thuế	-1.572	-1.497	-1.672	Đầu tư dài hạn	5.251	5.041	5.134
LN sau thuế	6.377	5.989	6.688	Tài sản cố định	8.535	8.962	9.410
Trừ: CĐTS	-79	-75	-84	TS cố định hữu hình	4.555	4.783	5.022
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	5.822	5.914	6.605	TS cố định cho thuê	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	4.463	4.731	5.284	TS cố định vô hình	3.980	4.179	4.388
				Bất động sản đầu tư	0	0	0
Định giá				Tài sản khác	19.859	24.217	23.438
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.719	1.356	1.514	TỔNG TÀI SẢN	850.670	1.003.927	1.133.225
EPS cơ bản điều chỉnh VND	1.321	1.085	1.211				
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	1.124	1.085	1.211	Nợ phải trả	808.334	950.427	1.074.291
Giá trị sổ sách/CP (Đồng)	10.187	11.915	13.126	Nợ CP và NHNN	45.402	47.672	51.485
P/E (lần)	13,2	13,6	12,2	Tiền gửi & vay TCTD khác	79.758	75.770	81.688
P/B (lần)	1,5	1,2	1,1	Tiền gửi KH	564.583	717.020	824.574
				Công cụ phái sinh	0	0	0
Chỉ số khả năng sinh lợi				Nguồn vốn khác	35.295	26.471	29.119
Biên lãi ròng (NIM) (%)	2,6%	2,3%	2,2%	Giấy tờ có giá	65.542	64.852	67.852
Lợi suất tài sản (%)	6,9%	6,6%	6,8%	Các khoản nợ khác	17.754	18.641	19.573
Chi phí vốn (%)	4,3%	4,5%	4,6%	Vốn CSH	40.950	51.976	57.257
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) (%)	51,0%	42,0%	43,0%	Vốn của TCTD	34.272	44.979	44.979
ROAE (%)	15,1%	12,7%	12,1%	Quỹ của TCTD	2.464	3.322	4.279
ROAA (%)	0,8%	0,6%	0,6%	Chênh lệch tỷ giá	-43	-45	-47
ROAA trước dự phòng	1,8%	1,8%	1,7%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0
				Lợi nhuận giữ lại	4.257	3.720	8.046
Tăng trưởng tài sản				Lợi ích của CĐTS	1.386	1.524	1.677
Tăng trưởng cho vay (%)	25,8%	20,0%	15,6%	NỢ PHẢI TRẢ & VỐN	850.670	1.003.927	1.133.225
Tăng trưởng huy động (%)	20,2%	27,0%	15,0%				
Chất lượng tài sản							
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	1,7%	1,9%	1,7%				
Dự phòng/NPL (%)	74,8%	74,8%	77,8%				
Dự phòng/cho vay (%)	1,3%	1,4%	1,3%				
Chi phí dự phòng/cho vay (%)	0,9%	1,3%	1,2%				
NPL/Vốn CSH (%)	24,6%	26,3%	24,7%				
Thanh khoản							
Cho vay/ HĐ từ KH (%)	95,0%	91,8%	93,1%				
Vay liên ngân hàng (%)	10,1%	8,1%	7,7%				
CAR (%)	9,8%	9,7%	9,7%				
Vốn CSH/tài sản (%)	4,8%	5,2%	5,1%				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. LNST và EPS điều chỉnh được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ thưởng cho nhân viên (Thông tư 200) (2) Bao gồm lợi tức cổ phiếu, phát hành riêng lẻ, quyền mua sắp thực hiện (nếu có).

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Minh Thùy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng. Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp. Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên, ext 174

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto. M, Sc,
+848 3914 3588 ext 102
michel,tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh,chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí. Điện và Phân bón

Đình Thị Thùy Dương. Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức. Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy. Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
Quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.